

内容摘要

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学 号: 200332048

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

上市公司信息披露危机: 根源与预警

Listed Companies' Information Disclosure  
Crisis: Roots & Pre-management

马玉杰

指导老师姓名: 赵洁 副教授

专 业 名 称: 传播学

论文提交时间: 2006 年 4 月

论文答辩时间: 2006 年 月

学位授予时间: 2006 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2006 年 月

## 内容摘要

投资者关系管理（Investor Relations Management，英文缩写为 IRM，简称投资者关系，Investor Relations，英文缩写为 IR。下同）诞生于 20 世纪 50 年代后期的美国，是美国发达股权文化的产物。

这一名称包含相当广泛的意义，既包括上市公司与股东、债权人和潜在投资者之间的关系管理，也包括在与投资者沟通中，上市公司与各类中介机构之间的关系管理。简言之，IR 是上市公司用来塑造其资本市场形象必需的工具。

美国等发达国家几十年的实践充分证明，良好的投资者关系管理，会给上市公司带来：较低的资金成本、较好的股票流动性、较公正的中介机构估价<sup>[1]</sup>。

作为 PR（Public Relations，公共关系）的一个分支，IR 在中国还是刚刚起步。国人开始对 IR 有所认识缘于大型国企的海外发行。在海外上市的过程中，“中石化”、“中移动”、“中国电信”等大型国企逐步尝到了投资者关系管理的甜头，开始注重这一工作。国内 A 股市场上的其他上市公司也开展过一些属于投资者关系管理范畴的工作，但只是刚刚起步，大部分公司甚至还不知道投资者关系管理的真正含义，对投资者权益漠视的行为屡屡发生。

这种漠视行为的一个基本表现就是上市公司没有按照有关法律法规以及自律性规章的要求切实履行好信息披露义务，在信息披露方面不及时、不充分甚至进行虚假信息披露。

但是，纸是无法包住火的，上市公司这种靠在信息披露上做文章来保住股票市场的“花团锦簇”，其结果只能是“昙花一现”——投资者必将“用脚投票”。

本文研究了上市公司在信息披露上出现的问题以及深层次的原因，并在此基础上寻求解决之道。防火胜于救火，一套良好的危机预警方案能够有效地降低危机对组织的冲击。

因时间和能力所限，本文主要采用文献分析和案例研究相结合的方法来进行。

**关键词：**信息披露；投资者关系；危机预警

## ABSTRACT

Investor Relation Management (shortened form: IRM or IR) was born in late 1950s, it's the creature of America's developed stock-holder's culture.

This name includes comprehensive meanings, not only the relationship between listed companies and their stock holders, creditors, potential investors, but also the relationship management between listed companies and all kinds of agencies. In short, IR is a necessary tool for listed companies to build their images in the capital market.

Decades of practice in America and other developed countries proves that, good IR operation can bring listed companies: cheaper financing cost, better stock liquidity and more just evaluation.

As an embranchment of PR, China's IR is just at the elementary stage. We start to know IR since some large state-owned companies' listed offshore. During that process, large state-owned companies such as China Sinopec, China Mobile, China Telecom started to gain from IR and began to recognize the importance of the work. Other domestic listed companies also developed such works that could be recognized as IR. But in general IR is still at the elementary stage, many listed companies still don't know the real meaning of it and disregard their investors' rights regularly.

A basic impression of such behavior is that list companies can't fulfill the obligation of information disclosure. Their information disclosure can't be in time, sufficiency and even falsehood.

But such behaviors can't last long, when investors find the truth, they will give up the rigged company.

This article focus on the problems appeared in listed companies' information disclosure as well as the deep-seated reasons. Try to find out a way to prevent such crisis and reduce the listed companies' lost.

Because of limited time and energy, this article mainly use literature analysis and case study.

**Key words:** Information Disclosure;Investor Relations (IR);Crisis Pre-management

## 目 录

第一章 信息披露历史沿革.....	1
第二章 信息披露理论综述.....	2
第一节 有效资本市场假设.....	2
第二节 非对称信息理论.....	3
第三章 信息披露现状及原因分析.....	5
第一节 我国上市公司信息披露现状.....	5
第二节 原因分析.....	8
第四章 信息披露危机概论.....	15
第一节 危机来临时的七个特征.....	15
第二节 信息披露危机的特点.....	16
第五章 信息披露危机预警.....	18
第一节 上市公司财务危机预警系统的导入.....	18
第二节 利用 IR 进行风险防范.....	21
参考文献.....	29
后记.....	32

# CONTENTS

<b>Chapter 1</b>	<b>An Historical Introduction of Information Disclosure</b>	<b>1</b>
<b>Chapter 2</b>	<b>Information Disclosure theories summarization</b>	<b>2</b>
Section 1	Effective Capital Market hypothesis	2
Section 2	Non-symmetry Information Theory	3
<b>Chapter 3</b>	<b>Information Disclosure: The Existing Condition &amp; Cause Analyse</b>	<b>5</b>
Section 1	The Existing Condition of Information Disclosure in China's Listed Companies	5
Section 2	Cause Analyse	8
<b>Chapter 4</b>	<b>Brief Introduction of Information Disclosure Crisis</b>	<b>15</b>
Section 1	Seven Characters When Crisis Come	15
Section 2	Characters of Information Disclosure Crisis	16
<b>Chapter 5</b>	<b>Information Disclosure Crisis Pre-management</b>	<b>18</b>
Section 1	Listed Companies' Financial Crisis Pre-management System	18
Section 2	Use IR to Keep Away From Risk	21
<b>Reference</b>		<b>29</b>
<b>Postscript</b>		<b>32</b>

厦门大学博硕士论文摘要库

## 第一章 信息披露历史沿革

信息披露义务，又称信息公开义务，它是指证券发行公司在证券的发行、上市与交易的过程中，依据证券法律法规应当承担的按照要求披露信息的义务。信息披露义务起源于 1844 年的英国合资公司法（the Joint Stock Companies Act 1844）。1844 年法案首次建立公开原则（Disclosure Regulation）。其立法背景是此前长久以来存在的证券发行欺诈，严重损害了投资者利益打击了证券市场的信心。1856 年的公司法（the Companies Act 1856）增加了对资产负债表的描述甚至提供范本，并自 1904 年起财务报表要向一般投资者公开，至此英国公司法之信息公开规定才转型为现代强制信息公开。英国法上的规定为美国 1933 年证券法（Securities Act of 1933）和 1934 年证券交易法（Securities Exchange Act of 1934）所继受，并得到了充实和发展，成为美国证券法律制度的核心和基石。<sup>[2]</sup>

以财务信息披露为主体的信息披露制度，随着现代会计制度的不断完善和发展，经历了以下四个阶段<sup>[3]</sup>：账簿披露、财务报表披露和财务报告披露以及多层次信息披露时代等四个阶段。一般认为，前两个阶段为会计信息披露阶段，而第三个阶段财务报告披露时代因为披露内容中增加了非会计数据信息，因此称之为财务信息披露阶段。第四个阶段则是在定期报告披露的基础上增加了临时披露的内容。

随着资本市场的不断发展，投资者也在不断成熟，他们对自己的权益有了更深的认识，对信息披露有了更高的要求。在财务信息披露方面，投资者开始要求上市公司增加对品牌、商誉等无形资产价值的披露。同时，投资者还关心起了上市公司的非财务信息，如环保问题、道德问题、社会公益事业等，除此之外，公司的行业地位、发展战略、管理能力、治理水平、所处行业的技术变化趋势、竞争对手的情况等都进入了投资者的视线。这就使得信息披露的内容不断深入、扩大，同时要求上市公司根据不同的披露内容选择与之对应的披露方式。<sup>[4]</sup>

受安然事件等诸多上市公司丑闻的影响，各国加强了对信息披露的管制。美国颁布了举世闻名的《萨班法案》，我国制定了《国九条》等一系列保护投资者权益的措施，其他国家的资本市场也都有所举动，上市公司面临着日益透明化的信息披露需求。

## 第二章 信息披露理论综述

从 1844 年的英国合资公司法（the Joint Stock Companies Act 1844）首次建立公开原则（Disclosure Regulation）以来，随着证券市场日渐成为人们投资理财的重要工具，很多学者从经济学、心理学、信息科学等领域提出了很多有关信息披露的理论和假说，主要有“有效资本市场假设”、“非对称信息理论”等。

### 第一节 有效资本市场假设

1970 年，美国芝加哥大学教授尤金·法玛（Eugene Fama）提出了“有效资本市场假设”。有效资本市场要求价格能够完全和瞬时地反映出所有可获得的有关信息，即保证在资产交易中价格是资本配置的精确信号，包括资源配置的有效率和市场运行的有效率<sup>[5]</sup>。资源配置的有效率和市场运行的有效率，说明证券价格很好地反映了其内在价值，没有人进行内幕交易，市场是透明的。

法玛认为资本市场效率在不同信息环境下具有三种有效形式，即弱式有效、半强式有效和强式有效。<sup>[6]</sup>

**1、弱式有效市场。**证券价格反映了所有历史信息，由拥有同样历史信息的所有投资者的集体判断而形成，不能通过研究股价历史获得超额利润。

**2、半强式有效市场。**证券价格不仅反映过去所有信息，而且还凝聚了当前所有公开信息，价格形成来自于所有投资者（即拥有相同的所有即时信息）对这些信息的集体判断。

**3、强式有效市场。**证券价格不仅包含上述两类信息，而且反映了内幕人士拥有的信息。没有人能通过内幕信息获得超额利润，即这种情况下信息完全透明，不存在内幕交易。完全强式有效市场使信息披露成为多余。

有效资本市场理论为监管机构强制上市公司信息披露提供了理论基石。基于这一理论监管机构需要加大监管力度，制止垄断和操纵市场行为，来保证信息的透明公开。

根据杨朝军等（1997）和陈小悦等（1997）的实证研究成果，证明我国证券市场已趋近于弱式有效市场，正处于向半强式有效市场过渡。



## 第二节 非对称信息理论

在有效市场的理论框架下，信息传递没有时滞、没有障碍，信息的传递没有成本。然而，现实中的证券市场并非如此，信息并非平均分布，掌握内幕信息的大股东操纵股价的现象屡见不鲜。

出于对有效市场理论完美假设的质疑，20 世纪 70 年代以来，非对称信息理论成为经济学研究中的一个极其活跃的领域。这一理论最早由阿可洛夫（George Akerlof）提出，该理论一提出就引起了经济学家的研究热潮。2001 年加利福尼亚大学的阿可洛夫（George Akerlof）和斯坦福大学的迈可尔·斯彭斯（Michael Spence）、美国哥伦比亚大学的约瑟夫·斯蒂格利兹（Joseph Stiglitz）因对非对称信息理论的卓越贡献共获 2001 年度诺贝尔经济学奖。

非对称信息大致可分为两类<sup>[7]</sup>：外生性非对称信息和内生性非对称信息。外生性非对称信息指交易对象本身所具有的特征、性质与分布状况等，这类信息不是人为造成的；内生性非对称信息，是指合约签订后他方无法观察到、无法监督到、事后无法推测到的行为所导致的信息非对称。

非对称的信息会带来证券市场上的逆向选择 (Adverse Selection) 和道德风险 (Moral Hazard)。

### 1、逆向选择 (Adverse Selection) 问题

逆向选择是一种事前行为，指存在非对称信息时，最可能被选中的往往是最可能产生不利于投资者理性决策的误导性信息。

投资者一般根据优质企业和劣质企业证券的概率分布估算出证券的预期价值进行投资的。但因劣质企业积极推销其证券并以高出其内在价值的溢价水平卖出，而优质企业反而不能实现相应高的溢价水平筹款，这就产生了不合理的资金配置机制，即资金向劣质企业流动，出现“劣股驱逐良股”现象，优质企业被挤出市场，投资者得不到满意的回报，从而对市场丧失信心。此时的市场变为“柠檬市场”<sup>[8]</sup>。

### 2、道德风险 (Moral Hazard) 问题

道德风险是一种事后行为。根据契约经济学说和“委托——代理”理论，作为代理人的大股东、管理层，与普通投资者之间存在着信息不对称，导致普通投资者难以掌握企业内部真实完整的信息。于是上市公司在圈钱成功后往往倾向于

从事高风险的活动，从而置投资者于危险之中。信息不对称的存在，使代理人产生了偷懒、懈怠、机会主义以及其他损害投资者利益的行为，形成了代理人的道德风险。

证券市场上普遍存在的信息非对称问题，客观上要求监管者在经济学意义上的职责就是通过制定强制信息披露的法规，健全对各种证券欺诈、内幕交易的处罚规定，加大执法力度，保证“隐蔽信息”得以及时、充分地公开。从而消除逆向选择和道德风险给证券市场带来的低效率，使市场的资源配置作用得以实现。

## 第三章 信息披露现状及原因分析

### 第一节 我国上市公司信息披露现状

#### 1、我国证券市场信息披露制度的基本框架

由于市场本身不能解决基于“有效资本市场假设”和“非对称信息理论”下证券市场上存在的内幕交易、逆向选择和道德风险问题，政府的介入就显得尤为重要<sup>[9]</sup>。资本市场的发展已有一百多年历史，尽管各国、各地区的经济社会状况差异甚大，但它们都不约而同地选择了“公开、公平、公正”的“三公原则”作为指导资本市场有效运行的基本原则。各国的证券监管者在保证制度公平和执法公正的基础上，都加大了对上市公司信息披露的监管力度。从某种意义上说，“公开原则有如太阳，是最好的防腐剂；有如电灯，是最有力的警察”<sup>[10]</sup>。

我国自 20 世纪 90 年代初恢复证券市场以来，在学习借鉴海外发达资本市场运作模式的基础上结合中国的实际，形成了有中国特色的证券法律、法规。目前，规范我国上市公司信息披露制度包括四个层次：基本法律、行政法规、部门规章和自律规则。

**基本法律** 主要是《证券法》、《公司法》等需全国人大或其常委会通过的国家基本法律，还包括《刑法》中的相关规定。

**行政法规** 主要包括国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》、《股份有限公司境内上市外资股的规定》、《股份有限公司境外募集股份及上市特别规定》、《证券交易所管理暂行办法》、《中国证监会股票发行核准程序》等。

**部门规章** 指证监会制定的适用于上市公司信息披露的制度规范。包括《公开发行股票公司信息披露实施细则》、《公开发行股票公司信息披露内容与格式准则》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《公开发行证券的公司信息披露规范问答》、《关于加强对上市公司临时报告审查的通知》、《关于上市公司发布澄清公告若干问题的通知》、《前次募集资金使用情况专项报告指引》、《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》等。

**自律规则** 主要指上海证券交易所和深圳证券交易所制定的《上市规则》

综上，我国已初步形成了以《证券法》为主体，相关的行政法规、部门规章等规范性文件为补充的全方位、多层次的上市公司信息披露制度体系。该体系从

原则性规范到操作性规范，从披露的内容、形式到手段，都做出了较为科学合理的规定，基本与国际接轨。

目前对上市公司信息披露进行监管的部门主要有：证监会、上交所和深交所。证监会是最权威的监督者，上市公司初次信息披露监管主要由其负责，交易所处在一线监管的地位，主要对持续信息披露进行监管。

## 2、我国上市公司信息披露存在的问题

尽管我国已初步建立起比较完备的上市公司信息披露制度体系，但由于历史原因、制度原因和上市公司自身的原因等种种复杂因素的存在，我国目前上市公司在信息披露中侵犯投资者的行为屡见不鲜。信息披露不主动、不及时、不充分、不严肃、不准确、甚至虚假陈述。<sup>[11]</sup>

### 信息披露不主动

上市公司总是会把信息披露看成一种负担和累赘，坚持能够少披露就不多披露、能够不披露就坚决不披露的“原则”。认识不到这是自己应当承担的义务和对股东权益负责的表现，更不要说借信息披露之机与投资者进行沟通，让投资者对自己多一些了解。这种认识上的偏差使得上市公司在信息披露上总是处于一种被动应付状态。经过近几年的实施强制信息披露力度的加大，大部分上市公司都能按预约时间进行信息披露，但在自愿信息披露上面就没有那么理想，上市公司报喜不报忧，尽管有那么几家进行自愿信息披露的公司也大多是宣扬其光彩照人的一面。

### 信息披露不及时

虽然《上市规则》对定期报告和临时报告都提出了及时性的要求，但综观上市公司十多年的信息披露，在不及时问题上临时报告体现得尤为突出。临时报告不及时问题不仅是滞后十天半月，绝大部分临时报告的滞后时间在半年、一年甚至数年以上。这些滞后的临时报告，往往是通过两种形式被发现而对外公布的：一类是公司事后主动交代，主要是出于一些不得已的原因如公司管理层变动或中介机构已在其出具的文件中披露；另一类是被监管机构查出或新闻媒体曝光后被动披露。

重大信息披露迟延营造出来的时间差，成为内幕人士牟取暴利的工具。经常出现这样的情况，在某公司正在进行重大资产重组的传闻中，股票价格早已有了

很大的涨幅，而上市公司的“重大重组公告”却姗姗来迟。临时报告不能在某一时刻向社会公布，其结果必然造成内幕交易，损害投资者的利益。信息披露滞后尤其体现在资产重组方面。如 ST 大江<sup>[12]</sup>2004 年 7 月 15 日发布了 2004 年上半年“预亏”公告，7 月 19 至 21 日，其股价出现异常波动，股票连续涨停。7 月 22 日公司发布一则公告——公司大股东现就转让股份及重组事宜正与境外投资者进行洽谈。随后其股票继续大涨，再收三个涨停板。对于大多数中小投资者而言，他们不知道 ST 大江的大股东是和谁在谈判重组事宜，无法获悉重组过程和重组前景。而当上市公司将重组过程进行详细披露，所有的投资者都知道“内幕”后，内幕人士早已“扬长而去”，留下广大中小投资者哭着埋单。

“时间差”现象并非仅仅出现在 ST 大江身上，在中国证券市场上，有大量的上市公司在重组过程中营造时间差，使内幕人士在二级市场上获得丰厚的利润、使广大投资者在高位套牢。

### 信息披露不充分

主要指对影响公司盈利或发展的有关信息陈述不充分甚至断章取义、报喜不报忧。主要表现为<sup>[13]</sup>：对关联交易信息披露不充分；对企业财务指标揭示的投资去向及利润构成的信息披露不充分；对一些重要事项（如重大担保、公司高管变动等）的披露不够充分；借保护商业秘密为由，故意隐瞒重要会计信息。典型如：珠海鑫光随意变更募集资金、万家乐对其重大担保事项遮遮掩掩、春都对其巨额关联交易的轻描淡写……上市公司的信息披露之所以“像雾像云又像风”，无非是在为不法市场操纵者提供更多操纵市场、牟取暴利的机会。

### 信息披露不严肃、不准确

证券监管部门制定的规章制度要求上市公司必须在指定的报纸和网站上发布信息。然而，总有个别上市公司不分时间、场合随意披露信息。这种不严肃、不准确还表现在上市公司编制年报、中报时不认真，年报、中报上报之后打“补丁”的现象比比皆是。这种信息披露的随意性会造成证券市场的动荡，挫伤投资者的信心。

### 虚假陈述

国务院证监会 1993 年颁布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》，明确将虚假陈述规定为证券欺诈行为的一种，并规定虚假陈述的具体表现形式为“不实”、“严

重误导”和“重大遗漏”。<sup>[14]</sup>《证券法》中对虚假陈述也有明确的规定，要求上市公司公布的报告文件“必须真实、准确、完整、不得有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏”。<sup>[15]</sup>

虚假记载指信息披露义务人在披露信息时，将不存在的重要事实记载于信息披露文件的故意或者过失行为。表现为上市公司对外披露信息中所记载的重大情况与事实不符，或者无中生有，或者夸大、粉饰公司经营业绩，或者进行明知不可能实现的预测等。如郑百文在上市前后采用虚增利润的方法编造蓝筹股神话。

误导性陈述是指上市公司尽管信息披露文件或者通过媒体所陈述的事实是真实的，但由于表达方式上存在着缺陷，容易导致投资者误解，从而对其投资行为发生错误判断造成重大经济损失。上市公司信息披露中的误导性陈述往往是在公司所投资的项目、生产的产品方面进行不合理的市场估计，使投资者对公司未来盈利能力、市场前景发生错误判断。误导性陈述的典型非银广夏莫属。银广夏神话<sup>[16]</sup>源于其从德国进口的一种设备——二氧化碳超临界萃取设备。该公司在1999年年报中称，超临界二氧化碳萃取技术是近年来在国际上迅速发展的高精技术……该萃取技术萃取的产品具有高纯度、生理学完全无害等特点，是国际公认的绿色产品，具有极高的科技含量和附加值。2001年年报更是吹嘘是“亚洲第一、世界第三的萃取基地”，其生产能力将增加13倍……新生产线的投资利润率将达到114.66%……在这样的“光明前景”下，银广夏的股票一路飙升，全年涨幅高达440%。然而，经专家证实，其声称出口创汇的“超临界萃取产品”在产量上和价格上均不具有可能性，银广夏纯粹是在编造一个神话。

重大遗漏指上市公司应当在信息披露文件中记载的与投资者利益密切相关的重大信息未予记载，也未以适当的方式进行披露。如中国证监会2002年7月对三九医药股份有限公司在信息披露中的重大遗漏行为进行了处罚<sup>[17]</sup>。处罚公告中列示了三九医药在大额资金往来及关联交易上存在的重大遗漏问题。

## 第二节 原因分析

### 1、上市公司基于成本和收益的经济学考虑

美国注册会计师协会（AICPA）认为<sup>[18]</sup>，会计信息披露的成本包括处理和提供信息的成本、因信息披露而引起的诉讼成本、披露导致竞争劣势而产生的成本，

其收益包括宏观和微观两个层次上的资源配置优化带来的收益、保护消费者而带来的收益等。由信息披露带来的成本和收益具体如下：

成本	收益
1、所有者承担了搜集和编报信息的成本	1、投资者减少了错误配置资本的可能性而获得的收益
2、企业及其所有者承担的成本	2、整个经济的收益
A、由于自己的有效信息而导致的竞争劣势	A、更为有效的资本配置
B、由于将其信息披露给供应商和客户而导致的谈判劣势	B、更低的资本成本
C、针对有效信息出现的指控	C、更为流动的资本市场
3、整个经济承担的成本	D、通过竞争提高了效率
A、针对有效信息的指控对经济增长的消极影响	3、企业及其所有者的收益
B、由于外国对信息披露的要求相对较低而产生的竞争劣势	A、更低的平均资本成本
C、搜集、编报、理解、分析有效信息	B、进入更具有流动性的市场
	C、减少了错误配置资本的可能性
	D、避免了不恰当的信息披露而减少了诉讼
	E、在出现诉讼的情况下，可以更好地辩护
	F、通过其他企业的有效信息而获得的竞争优势
	G、通过本企业的有效信息而获得的竞争优势
	H、从客户或供应商的信息披露中获得的谈判优势
	I、以前被管理部门误导而现在获得的真正有效的信息
	4、社会从有效信息对投资者的保护中获得的收益

表 1：AICPA 的信息披露成本与收益构成

上市公司作为理性的经济人<sup>[19]</sup>出于自身利益最大化的考虑，会去权衡比较信息披露的利弊得失，以便做出更有利于自我利益的选择。当有负面影响事件出现时，公司管理层自然不愿意让这些负面信息曝光。

如果没有法律约束，选择性披露现象会极为普遍。虽然《证券法》等相关法律、法规，明确了公司管理层和注册会计师必须对上市公司的信息披露承担法律责任，迫使管理层不得不披露他们原本不愿披露的信息<sup>[20]</sup>：如关于公司的财务困境、生产故障、技术缺陷等信息。对于管理者而言，他们是为了规避事后可能的法律责任不得不披露相关信息，因此他们必然会选择法律免责的最低限度来进行披露。于是就尽可能多地描述相关事件，说一些无关痛痒的话，把负面影响穿插

在各种陈述与描述之中；通过大量技术和繁杂的术语，在履行法定义务进行信息披露的同时，让信息使用者最低限度地了解事实的真相；他们还会选择特定的时机来披露一些负面事件，旨在使公众忽略这一事件或以为是出于客观环境造成的。<sup>[21]</sup>为什么 2001 年底至 2002 年上半年，美国资本市场频传上市公司业绩走低、巨额冲销的事例？一个合理的解释是：9·11 事件对美国经济的冲击是有目共睹的，借此良机冲销损失，将之归于 9·11 的负面影响，公众容易接受。

上市公司可以借由对披露时机的“选择”和对披露语言的“艺术加工”来“合理”减少由信息披露带来的直接成本（如人工成本）、潜在成本（如增加被竞争对手获知商业秘密的风险）和可能产生的歧视性成本<sup>[22]</sup>，把损失降低到最低限度。然而上市公司的这种行为却给中小投资者带来了极大的伤害：

**表 2：最严重地影响着个人投资者利益的违法行为<sup>23</sup>**

违法行为	占被调查者比例
随意改变募集资金投向	52.4%
随意增发新股或配股	59.9%
大股东占用上市公司资金	46.8%
上市公司为大股东担保	13.8%
与大股东的关联交易	19.8%
上市公司操纵利润	31.2%
上市公司不以现金形式分配利润	31.2%
上市公司内部人控制	19.6%

## 2、法人治理结构不健全

法人治理结构又称公司治理（Corporate Governance）结构，简称公司治理。对于公司治理定义的一个相对普遍的界定是 1999 年 5 月经济合作与发展组织（OECD）理事会在《公司治理结构原则》中给出的：“公司治理结构是一种据以对工商公司进行管理和控制的体系。公司治理结构明确规定了公司各个参与者的责任和权利分布，诸如，董事会、经理层、股东和其他利益相关者。并且清楚地



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库